



I *ARTÍCULOS*

*D*urante los últimos años se han intensificado los debates acerca de cuál es el régimen más conveniente que las economías emergentes, principalmente de América Latina, deben adoptar en el manejo de su política cambiaria. Parte de este interés surgió como resultado de los esfuerzos de integración emprendidos por las economías europeas y su correspondiente proceso de unificación monetaria. Adicionalmente, la sugerencia del Presidente Carlos Menem en 1999 acerca de la posibilidad de iniciar un proceso de dolarización total en Argentina, así como la decisión de los gobiernos de Ecuador, en el año 2000, y de El Salvador, en 2001, de dolarizar sus economías, han dominado la discusión acerca de las razones que debe tener en cuenta un país para adoptar una nueva moneda.

Por esta razón, consideramos oportuno publicar este trabajo realizado en el Fondo Monetario Internacional titulado “Plena dolarización: ventajas e inconvenientes”, quien cedió los derechos para su reproducción en la Revista del Banco de la República. El trabajo no toma partido sobre cuál sería el régimen cambiario óptimo, pero sí aclara cuáles serían las ventajas y desventajas, para países con diferentes características, de adoptar la dolarización.

*Miguel Urrutia Montoya
Gerente General*

VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA PLENA DOLARIZACIÓN

*Las economías dolarizadas quizá gocen de un nivel de confianza más elevado entre los inversionistas internacionales, tasas de interés más bajas para el crédito internacional, menores costos fiscales y niveles más elevados de inversión y de crecimiento.
¿Compensan estas ventajas el costo de que un país abandone su propia moneda?*

*Por: Andrew Berg y Eduardo Borensztein**

Desde el final, hace casi 30 años, del sistema de tipos de cambio fijos establecido en Bretton Woods, se ha hecho más difícil el viejo dilema que enfrentan los países para encontrar un régimen práctico de tipo de cambio, y la selección que se les ofrece es ahora más variada.

La decisión sobre qué sistema cambiario adoptar ha ganado en complejidad a medida que los países se han ido integrando cada vez más en el comercio y los merca-

dos de capital mundiales. Han surgido nuevos problemas y, con ellos, nuevas soluciones para el planteamiento de cuál será el mejor régimen cambiario que fomente los objetivos de desarrollo de cada país. La más reciente de esas soluciones es la plena dolarización, en virtud de la cual un país abandona oficialmente su propio patrón monetario y adopta como moneda de curso legal la moneda más estable de otro país, en el caso más corriente el dólar de los Estados Unidos.

* Andrew Berg es Subsecretario Adjunto para América Latina y Asia Oriental en el Tesoro de los Estados Unidos. Cuando se preparó este folleto trabajaba en el Departamento de Estudios del Fondo Monetario Internacional (FMI). Recibió su doctorado en Economía en el MIT y fue economista principal y jefe del grupo de estudios sobre México del Tesoro de los Estados Unidos durante la crisis del peso mexicano.

Eduardo Borensztein es Jefe de la División de Estudios sobre Países en Desarrollo del Departamento de Estudios del FMI, donde ha dirigido varios estudios acerca de la dolarización. Obtuvo un doctorado en Economía del MIT y es funcionario del FMI desde 1984, donde desempeña funciones en el Departamento de Estudios, habiendo cumplido previamente funciones en los departamentos de Asia y África. Anteriormente, fue funcionario del Banco Central de Argentina y economista principal en la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), Buenos Aires.

¿QUÉ ES LA DOLARIZACIÓN?

El análisis se centra aquí en una *dolarización total*, o en que un país adopte oficialmente la moneda de otro para el desempeño de todas las transacciones financieras, exceptuando quizás el empleo de moneda fraccionaria. El examen de esta opción de régimen cambiario exige tener en cuenta dos aspectos importantes:

- *Dolarización* tiene en este caso un uso genérico: por dólar de los Estados Unidos cabe entender cualquiera otra moneda; la situación significa siempre que un país utiliza la moneda de otro. Los aspectos que se plantean son idénticos, ya se trate, por ejemplo, de los países que utilizan el *rand* sudafricano o, digamos, de un país de Europa oriental que esté estudiando adoptar el euro.
- La mayoría de los países en desarrollo -y también las economías en transición que están adoptando mecanismos de mercado- ya emplea alguna modalidad limitada y extraoficial de dolarización. En mayor o menor grado, los residentes en estos países ya mantienen moneda extranjera y depósitos expresados en moneda extranjera en los bancos nacionales. En los países de inflación elevada, el dólar de los Estados Unidos u otra moneda fuerte se utiliza ampliamente en las transacciones diarias junto con la moneda nacional.

Este tipo de dolarización extraoficial surge en respuesta a la inestabilidad económica, las tasas elevadas de inflación, y al deseo de los residentes de diversificar y proteger sus activos frente al riesgo de devaluación de la moneda nacional. Conviene distinguir entre dos razones que impulsan la demanda de activos en moneda extranjera, a saber, *sustitución de moneda* y *sustitución de activos*.

En la *sustitución de moneda* los activos externos se utilizan como dinero, esencialmente como medio de pago y unidad de cuenta; esta sustitución suele presentarse en condiciones de inflación elevada o de hiperinflación cuando el alto costo de utilizar la moneda nacional en las transacciones lleva a que el público busque otras opciones disponibles. Una vez que pasa a aceptarse la utilización de moneda extranjera en las transacciones, puede que ese uso no se abandone rápidamente. Es de señalar que el crecimiento de la dolarización en algunos países de América Latina y de Asia ha continuado y se ha acelerado en los últimos años, incluso después de la estabilización de las condiciones.

La *sustitución de activos* se produce debido a consideraciones sobre riesgo y rendimiento de los activos nacionales y extranjeros. Históricamente, los activos expresados en moneda extranjera han ofrecido la oportunidad de protección contra los riesgos macroeconómicos, como la inestabilidad de los precios y las depresiones económicas prolongadas en muchos países en desarrollo. Incluso en condiciones de estabilidad coyuntural, los activos expresados en moneda extranjera pueden servir a esos fines si los residentes de un país consideran que hay una pequeña probabilidad de que vuelva la inflación.

Hay diferencias importantes entre dolarización extraoficial y plena dolarización, que presentan problemas de transición para los gobiernos que estudian dar el paso. Con la plena dolarización, toda la deuda pública y privada se expresa en dólares, y tanto las cuentas públicas como las privadas tienen que convertirse en dólares de los Estados Unidos. Para hacer la conversión, los países tienen que fijar el tipo de cambio al que se convertirán deudas, contratos y activos financieros en vigor.

Por último, la estabilidad que promete la dolarización es en sí misma relativa, pues el valor del dólar de los Estados Unidos -como el de cualquiera otra moneda fuerte que un país elija como suya- fluctuará frente al conjunto de otras monedas ampliamente negociadas. En el período que ha seguido a Bretton Woods, las variaciones han sido a veces considerables.

Desde la perspectiva de un país con moneda fuerte, la plena dolarización puede parecer más radical de lo que es: el uso del dólar de los Estados Unidos u otra moneda principal está más o menos generalizado en la mayoría de los países en desarrollo, sobre todo en los contratos financieros (Recuadro 1, "¿Qué es la dolarización?"). Por plena dolarización se entiende un paso más: desde la utilización puntual y limitada al empleo oficial y total del patrón extranjero en todas las transacciones.

El atractivo principal de la plena dolarización es que elimina el riesgo de devaluación fuerte o repentina del tipo de cambio del país. Esto puede llevar a que el país pague una prima de riesgo menor en sus empréstitos internacionales. Las economías dolarizadas quizá gocen de un nivel de confianza más elevado entre los inversionistas internacionales, tasas de interés más bajas para el crédito internacional, menores costos fiscales y niveles más elevados de inversión y de crecimiento.

I. ASPECTOS RELACIONADOS CON EL VÍNCULO CAMBIARIO

¿Compensan estas ventajas el costo de que un país abandone su propia moneda? La respuesta es compleja y, en última instancia, depende de las circunstancias específicas de cada país. Sin embargo, cada vez más países consideran seriamente el paso a la plena dolarización para hacer frente a los cambios ocurridos en la economía mundial, sobre todo en los últimos 20 años.

Durante el período de alta inflación de los años 80, gran parte del debate sobre los regímenes de cambio de los países en desarrollo

se centró en el papel que desempeñaba el llamado "vínculo" cambiario. Los países han elegido entre una amplia gama de posibilidades, que comprenden vincular la moneda a una cesta de otras monedas (que podría estar formada por las monedas de los principales socios comerciales), indexación de la moneda nacional a la tasa de inflación según distintas fórmulas, o incluso la asociación de grupos de países, como han hecho muchas naciones africanas de habla francesa mediante una unión monetaria vinculada al franco francés.

En los años 90, amainó la inflación mundial y crecieron fuertemente la movilidad del capital y la magnitud de las corrientes. Si bien los países acogieron de buen grado las corrientes de inversión, tuvieron que hacer frente a un nuevo peligro, pues los ataques especuladores aumentaron en frecuencia y gravedad contra las monedas que los mercados de capital consideraron como vulnerables a una devaluación.

En general, los países que padecieron esas crisis monetarias mantenían alguna modalidad de régimen cambiario vinculado. En consecuencia, se empezó a pensar que en un mundo con alta movilidad para el capital, los vínculos del tipo de cambio podían por sí mismos atraer los ataques especulativos, y que sólo eran viables las alternativas más extremas como la flotación libre o el régimen de caja de conversión. Este último, en virtud del cual la moneda nacional está totalmente respaldada por reservas internacionales, es la modalidad más rígida de opción cambiaria vinculada.

Los partidarios de la plena dolarización atacan ambas opciones. Sostienen que una flo-

tación libre es inviable para muchos países en desarrollo porque se arriesgan a que la volatilidad del tipo de cambio sea excesiva. Hasta ahora, sólo las economías en desarrollo más grandes, con sistemas financieros relativamente avanzados, como Corea, Brasil y México, han intentado la flotación. Aunque la experiencia es limitada, estos experimentos han funcionado hasta ahora sin provocar grandes perturbaciones.

En cambio, los sistemas de caja de conversión han caído presos en ataques especulativos costosos. Con todo, Argentina y la Región Administrativa especial de la República Popular China (RAE) de Hong Kong, que emplean con éxito un régimen de caja de conversión, han padecido fuertes incrementos de las tasas de interés y recesión económica en los últimos años a consecuencia de los ataques especulativos contagiados desde terceros países.

II. EL ATRACTIVO DE LA DOLARIZACIÓN

Con estos antecedentes, el presidente a la sazón de Argentina, Carlos Menem, propuso en 1999 que el país adoptase el dólar de los Estados Unidos como solución definitiva para una larga historia de dificultades con la política monetaria y cambiaria argentina. En enero de 2000, Ecuador, país que estaba atravesando una grave crisis económica y políti-

ca, adoptó el dólar de los Estados Unidos como moneda de curso legal.

Destacados economistas han comenzado a defender que casi todos los países en desarrollo deberían dolarizar sus economías, y hasta se ha instado a algunos países industriales a que lo consideren para sus propias economías. Animados en parte por el ejemplo de los países europeos que abandonan sus monedas en favor del euro, algunos han sugerido que Canadá debería adoptar el dólar de los Estados Unidos a medida que evoluciona el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC/NAFTA).

*Destacados economistas
han comenzado a defender
que casi todos los países
en desarrollo deberían
dolarizar sus economías, y
hasta se ha instado a algunos
países industriales a que lo
consideren para sus
propias economías.*

Sopesar las ventajas y los inconvenientes de la plena dolarización se complica debido a una falta casi absoluta de experiencia histórica. Panamá es el único país que ha utilizado una moneda extranjera -el dólar de los Estados Unidos- como moneda de curso legal, y es un país más bien pe-

queño que mantiene estrechas relaciones históricas, políticas y económicas con los Estados Unidos. Incluso si hubiera más casos de países para estudiar, tendrían que haberse producido durante períodos más largos que los que se acostumbran para evaluar las opciones monetarias y cambiarias. Es así porque la dolarización es casi permanente y algunas de las ventajas sólo se obtienen a largo plazo.

En este análisis de la plena dolarización, la comparación se hace con el régimen alter-

nativo principal que es la modalidad de caja de valoración. La comparación recoge las consecuencias más importantes que tiene la dolarización y la manera en que sus efectos difieren de los que tiene la simple adopción de un vínculo muy firme. Es más, si el costo y los beneficios que entrañan la adopción de una caja de conversión fueran como mínimo equivalentes a la dolarización, la caja de conversión sería la opción más sencilla y preferible para el país que deseara establecer un régimen cambiario de vínculo firme.

Las diferencias entre una caja de conversión y la dolarización son pocas pero importantes. La característica principal de la dolarización es que es de tipo permanente, o casi. Dar marcha atrás a la dolarización es mucho más difícil que modificar o abandonar un sistema de caja de conversión. De hecho, una

de las mayores ventajas que tiene la dolarización es su credibilidad, y ésta se *deriva* precisamente de que se toma una decisión casi irreversible. Para algunos países en circunstancias particulares, la irreversibilidad podría entrañar un elevadísimo costo.

El gobierno que adopte plenamente la dolarización pierde los ingresos que produce el señoreaje (Recuadro 2, “¿Qué es el señoreaje?”), mientras que no ocurre así con el sistema de caja de conversión. Sin embargo, el país que dolariza su economía elimina completamente el riesgo de devaluación cambiaria y, de esa manera, obtiene tasas de interés más bajas para sus empréstitos en el extranjero.

En el análisis que se presenta seguidamente se examinan estas cuestiones en más deta-

Recuadro 2 ¿QUÉ ES EL SEÑOREAJE?

El antiguo concepto de señoreaje como la utilidad que percibe la autoridad en las casas de moneda por razón de acuñar una pieza cuyo valor intrínseco es inferior al nominal es esencialmente el mismo cuando se aplica al papel moneda: dejando de lado el reducido costo de imprimir el papel moneda, por señoreaje se entiende sencillamente el incremento en la masa de dinero en efectivo.

El dinero en efectivo puede considerarse como un título de deuda que no devenga intereses, y el derecho a emitirlo como una fuente de ingreso para las autoridades monetarias. Además, los coeficientes de reserva que se imponen a los bancos puede que tampoco devenguen intereses (o que estén remunerados a tasas muy por debajo de las del mercado) contribuyendo así al señoreaje. En consecuencia, la corriente anual de señoreaje se mide frecuentemente por el incremento del llamado dinero primario (la suma del dinero en efectivo más las reservas de los bancos).

Como contrapartida de la emisión de efectivo, el banco central adquiere activos que sí devengan intereses, como reservas en divisas, títulos públicos y préstamos a los bancos privados. En un sistema de caja de conversión, por ejemplo, el banco central tiene que adquirir reservas sobre el exterior en cantidad igual a la emisión de moneda nacional. Como resultado de la emisión de deuda que no devenga intereses (efectivo) y el mantenimiento de activos que sí los devengan (reservas sobre el exterior, etc.), el banco central obtiene unas utilidades brutas que los bancos centrales a menudo llaman también señoreaje.

lle. Cuantificar el ahorro potencial que significan las tasas de interés más bajas resulta más complejo de lo que parece a simple vista, pero el costo de la pérdida del señoreaje puede calcularse aproximadamente. Los efectos importantes sobre la estabilidad económica y la integración en la economía mundial no pueden cuantificarse. Abandonar la posibilidad de devaluación es costoso para algunos países y de valor insignificante para otros. Y en todos los casos hay que tener en cuenta las repercusiones de una menor participación nacional en el ámbito de los servicios de prestamista de última instancia y de respaldo a los sistemas bancarios nacionales.

Así, pues, ¿es la dolarización un mejor régimen cambiario en especial para los países en desarrollo? La respuesta en todos los casos dependerá de las características particulares de cada país, aunque el examen atento a las ventajas e inconvenientes de la dolarización ofrece ciertas indicaciones generales.

III. LA PRIMA DE RIESGO

Una ventaja inmediata que produce la eliminación del riesgo de devaluación es que re-

duce la prima de riesgo que paga el país sobre los empréstitos del exterior, y tanto el gobierno como los inversionistas privados pagarán tasas de interés más bajas. Con tasas de interés más bajas y mayor estabilidad de los movimientos internacionales de capital se reduce el costo del servicio de la deuda pública y se alienta que la inversión y el crecimiento económico sean más elevados.

La magnitud de esta ventaja potencial es difícil de medir. Argentina, que ahora utiliza un sistema de caja de conversión en virtud del cual se establece una relación unívoca entre el peso y el dólar de los Estados Unidos, ofrece un buen ejemplo de esa dificultad. En este país, el crédito en pesos conlleva tasas más altas que el crédito en dólares de los Estados Unidos, lo que demuestra que los prestamistas perciben el riesgo de que se abandone el vínculo cambiario establecido. Sin embargo, las tasas de interés sobre las obligaciones públicas y privadas argentinas expresadas en dólares de los Estados Unidos también son más altas que las que se aplican a la deuda de los países industriales, y ello refleja el riesgo de incumplimiento por parte del país, o riesgo soberano, que se asigna a los títulos argentinos.

*Con la dolarización,
desaparecería
el recargo o prima
de las tasas de
interés por
riesgo de devaluación,
pero persistiría
la prima
por riesgo soberano.*

Con la dolarización, desaparecería el recargo o prima de las tasas de interés por riesgo de devaluación, pero persistiría la prima por riesgo soberano. Como en Argentina, tanto el sector público como el privado, en una economía fuertemente dolarizada, pueden elegir entre recurrir al mercado extranjero o al nacional, ya que es posible eliminar el costo del riesgo de devaluación obteniendo créditos en dólares de los Estados Unidos. La

cuestión clave, entonces, es la siguiente: si hubiera una dolarización plena que eliminase el riesgo cambiario, ¿se reduciría considerablemente la prima por riesgo soberano que recarga la deuda expresada en dólares de los Estados Unidos?

El examen del rendimiento de bonos con diferentes características puede contribuir a desenmarañar la manera en que los mercados perciben el riesgo soberano, o de incumplimiento, separándolo del riesgo de devaluación. El riesgo soberano puede medirse por el margen que separa a la deuda pública argentina, expresada en dólares de los Estados Unidos, de las obligaciones del Tesoro de los Estados Unidos. Este margen ha estado reduciéndose pero, en el período 1997-1998 se mantenía todavía en un promedio de 3,3 puntos porcentuales. El riesgo de devaluación puede medirse por el margen entre los eurobonos expresados en pesos o en dólares de los Estados Unidos que, durante ese mismo período, se ha situado en un promedio de 2,5 puntos porcentuales.

Hay argumentos desde ambos lados de la cuestión a efectos de determinar la medida en que existe una influencia entre riesgo soberano, o de incumplimiento, y riesgo de devaluación. Si bien, ambos varían muy a la par, no por ello existe una relación causal entre ellos. De hecho, es concebible que la mayor parte de los márgenes, ya sea en pesos o dólares de los Estados Unidos, obedezca a factores más comunes. Por ejemplo, el deseo generalizado de "pasar a activos de mejor calidad" elevaría tanto la percepción del riesgo de incumplimiento como del riesgo de devaluación. En este caso, la dolariza-

El país que adopta una moneda extranjera para que tenga curso legal sacrifica el derecho de señoreaje, es decir, las utilidades que percibe la autoridad monetaria por el derecho de emisión de moneda.

ción no contribuiría a reducir mucho los márgenes en dólares de los Estados Unidos.

Por ejemplo, en Panamá, que tiene una economía totalmente dolarizada, la ausencia de riesgo cambiario no aísla al país frente a las variaciones del sentir del mercado hacia el conjunto de los mercados emergentes. Es más, como las variaciones de los márgenes que afectan a Panamá no pueden obedecer a un riesgo de devaluación, habría que suponer que al menos una parte de los márgenes que afectan a Argentina tampoco puede explicarse únicamente por el riesgo cambiario.

Hay varios motivos por los que el riesgo de devaluación pudiera influir para que el riesgo soberano fuera mayor. Por ejemplo, los gobiernos que intervienen para evitar una crisis monetaria pueden hacer que se eleve el riesgo de incumplimiento. Así ocurrió en México en 1994 cuando se emitieron demasiados bonos expresados en dólares de los Estados Unidos, o bonos indexados al dólar de los Estados Unidos, en defensa del peso mexicano. O puede que un gobierno establezca controles sobre el capital y ello lleve a otros deudores al incumplimiento de su deuda expresada en dólares de los Estados Unidos, como ocurrió en Rusia en 1998, al bloquear

el gobierno el acceso de los deudores privados al mercado de divisas, impidiendo el servicio de las obligaciones de deuda en el exterior. Desde la perspectiva contraria, puede que la devaluación reduzca el riesgo de incumplimiento al llevar a una mejora de la economía nacional y de la posición fiscal, como ha ocurrido en el sistema monetario europeo. Incluso las devaluaciones que frenan inicialmente la economía pueden mejorar las perspectivas a largo plazo y, así, reducir el riesgo de incumplimiento soberano.

Sólo si se analizan los datos históricos de la tasa de interés en un país podrá obtenerse una idea de la magnitud de la reducción de la prima de riesgo en caso de dolarización, infiriéndose cuál sería la evaluación que haría el mercado de la probabilidad de incumplimiento del pago de la deuda externa en condiciones de ausencia de riesgo cambiario.

IV. SEÑOREAJE

El país que adopta una moneda extranjera para que tenga curso legal sacrifica el derecho de señoreaje, es decir, las utilidades que percibe la autoridad monetaria por el derecho de emisión de moneda. El costo inmediato de perder ese derecho de emisión puede ser considerable y continúa con carácter anual.

La dolarización afecta a dos tipos de pérdida de señoreaje. La primera es el costo inmediato sobre la "masa" de moneda, pues a medida que se introduce el dólar de los Estados Unidos y se retira de la circulación la moneda nacional, las autoridades monetarias tienen

que comprar el volumen de moneda nacional en poder del público y los bancos, devolviéndoles de hecho el señoreaje que se ha ido acumulando con el tiempo. Segundo, las autoridades monetarias pierden las utilidades del señoreaje futuro que produce la circulación de nueva moneda emitida cada año para satisfacer el incremento de la demanda de efectivo.

En el caso de Argentina, el primer costo de la dolarización, o retirada de efectivo en circulación, sería redimir unos US\$15.000 millones de moneda nacional fuera del banco central, o aproximadamente el 4,0% del producto interno bruto (PIB). Además, la pérdida de señoreaje que representa el incremento de la demanda de efectivo ascendería aproximadamente a otros US\$1.000 millones al año, o alrededor del 0,3% del PIB.

Los países que no dispongan de suficientes reservas en el exterior para comprar la moneda nacional y dolarizar, enfrentarían costos indirectos adicionales para poder efectuar la operación inicial de compra. Si el país carece de crédito para tomar en préstamo las reservas, se vería obligado a acumularlas mediante los correspondientes superávits de la balanza en cuenta corriente. El costo podría ser considerable en términos de inversión perdida si, como suele ocurrir en los países en desarrollo, la mejor política fuera aceptar un nivel sostenible de déficit en esa balanza.

Estados Unidos obtendría un mayor señoreaje con la dolarización de otros países. En consecuencia, se plantearía la cuestión de que las autoridades estadounidenses compartieran todo o parte de ese ingreso adicional

por señoreaje con los países que adoptasen su moneda. Existe un precedente en los acuerdos suscritos entre Sudáfrica y otros tres Estados que utilizan el rand (Lesotho, Namibia y Swazilandia). Aunque Estados Unidos no ha suscrito ningún acuerdo con Panamá ni con ninguna otra economía legalmente dolarizada, en el Senado de Estados Unidos se han presentado algunas propuestas que prevén legislar el reembolso del señoreaje.

V. ESTABILIDAD

Por importantes que sean los márgenes de riesgo y el señoreaje, puede que la dolarización ofrezca ventajas que, si bien no serán observables de inmediato,

quizá lo sean a más largo plazo. Además de elevar el costo de los empréstitos para los países en desarrollo, las crisis monetarias perturban gravemente la economía de un país. En México, el PIB disminuyó un 7% en 1995, y los países asiáticos afectados por las crisis monetarias tuvieron que soportar recesiones en 1998 que se situaron entre el 7% y el 15% del PIB. La mayoría de los países gravemente afectados por las crisis recientes tuvieron que devaluar y dejar flotar su tipo de cambio, e incluso países que habían establecido un sistema de caja de conversión, como la RAE de Hong Kong y Argentina, sufrieron fortísimos ataques especulativos que, si bien pudieron aguantarse con éxito, golpearon gravemente la situación económica.

Un argumento poderoso, aunque también a largo plazo, a favor de la dolarización legal, es que facilita la integración económica con el resto del mundo y hace más difícil aislar al sistema financiero nacional.

La dolarización no elimina el riesgo de una crisis externa, pues los inversionistas podrían huir debido a deficiencias en la posición fiscal del país o a la debilidad del sistema financiero. Este tipo de "crisis de la deuda" puede ser tan perjudicial como cualquier otro y, de hecho, Panamá ha sufrido más de una.

Con todo, la dolarización ofrece la promesa de que el sentir del mercado sea más estable,

pues eliminándose el riesgo cambiario se tiende a limitar la incidencia y la magnitud de las crisis y los casos de contagio. Además, las grandes oscilaciones de las corrientes internacionales de capital causan fuertes fluctuaciones del ciclo económico en las econo-

mías con mercado emergente incluso en ausencia de una crisis de la balanza de pagos.

VI. EFECTO SOBRE EL COMERCIO Y LOS LAZOS FINANCIEROS

Un argumento poderoso, aunque también a largo plazo, a favor de la dolarización legal es que facilita la integración económica con el resto del mundo y hace más difícil aislar al sistema financiero nacional. Puede que la dolarización establezca una base firme para la solidez del sector financiero y de esta manera fomente un crecimiento económico fuerte y sostenido. Se aduce que la dolarización se percibirá como un cambio institucional irreversible hacia condiciones

de baja inflación, responsabilidad fiscal y transparencia.

Es más, puede que la dolarización contribuya a una mayor integración económica de lo que sería posible con los Estados Unidos, o con cualquier otro país cuya moneda se adopte. En varios estudios se han encontrado indicios de que las provincias canadienses tienden a estar más integradas entre ellas en volumen de comercio y diferencias en los niveles de precio que en relación con los estados estadounidenses geográficamente más cercanos; el comercio es hasta 20 veces mayor entre las provincias canadienses que con dichos estados. El uso de una moneda común puede ser de este modo el factor vital de la integración del mercado, pues el comercio transfronterizo entre los Estados Unidos y Canadá presenta costos de transacción bastante bajos y restricciones menores.

La dolarización también podría conseguir una integración más estrecha de los mercados financieros. Uno de los efectos más profundos de la dolarización de Panamá ha sido la estrecha integración de su sistema bancario con el de los Estados Unidos y, de hecho, con el resto del mundo, sobre todo después de la importante liberalización de 1969-1970.

VII. OPCIÓN DE SALIDA

Con la plena dolarización, un país cede completamente el control sobre la política monetaria y cambiaria. Esta situación podría parecer idéntica a la modalidad de caja de conversión, pues un país que adopte esa modalidad no puede devaluar. Sin embargo,

y aunque sólo sea en circunstancias excepcionales, el sistema de caja de conversión ofrece un resquicio para abandonar el tipo de cambio vinculado. Tanto es así, que el objetivo principal de la plena dolarización es eliminar ese riesgo de devaluación.

A. Devaluación aprovechada

Las grandes perturbaciones, como una fuerte subida del precio mundial del petróleo o la caída del precio de un importante producto de exportación, quizás exijan que los países devalúen. De lo contrario, tendrán que absorber las sacudidas mediante salarios nominales más bajos y ajuste de los precios internos. Puede que entonces sea inevitable una recesión importante, sobre todo en las economías con mercados laborales rígidos.

La experiencia con el abandono del patrón oro y la devaluación del franco CFA en 1994 indican que una opción de salida puede ser de gran valor si se presentan perturbaciones súbitas y extremas. Por ejemplo, durante la gran depresión económica del siglo pasado, los países industriales que mejor la atravesaron fueron los que antes abandonaron el régimen de tipo de cambio fijo de la época, es decir, el patrón oro. Argentina fue uno de ellos y sufrió consecuencias económicas relativamente leves al abandonar pronto la convertibilidad y estimular luego ampliamente la economía mediante medidas de política monetaria que compensaran el impacto deflacionario de la salida de capital.

Los países de la zona del franco CFA, en África occidental y central, son ejemplo reciente de Estados con una moneda firmemente

vinculada que han devaluado con éxito para superar las graves perturbaciones externas y el lento crecimiento. La zona del franco CFA, formada por 14 naciones, se asemeja a un sistema de caja de conversión, con moneda plenamente convertible y un tipo de cambio que estuvo fijado a la par con el franco francés desde 1948 hasta 1994. Desde la segunda mitad de los años 80 hasta principios de los 90, el producto de la zona del franco CFA se mantuvo estancado mientras el franco francés aumentaba de valor frente al dólar de los Estados Unidos; en consecuencia, el franco CFA se depreció, empeoró la relación de intercambio y los costos laborales se elevaron fuertemente. En 1994, los 14 países decidieron devaluar en un 50%, logrando un giro de la situación que condujo a que el producto, la exportación y la inversión crecieran.

Por último, los países que cuenten con formuladores de política altamente creíbles podrían estar también en buena situación para aprovechar una devaluación, pues es probable que las expectativas de inflación sean más bajas que en los países con un historial de política laxa en materia fiscal y monetaria. Por ejemplo, la devaluación en la zona del franco CFA produjo poca inflación porque tuvo lugar en circunstancias en las que el pasado indicaba un largo período de recurso exclusivo al ajuste interno para hacer frente a las sacudidas económicas.

B. Devaluación con costo elevado

Los ejemplos que siguen parecen indicar que un país quizá tenga que pagar un costo elevado si no opta por salirse de un sistema de

tipo de cambio fijo. Lo contrario es cierto si la política monetaria no se ha gestionado debidamente y las expectativas de inflación son muy sensibles al tipo de cambio. En estas situaciones, una devaluación puede conducir a que los precios internos suban fuertemente y ello dificulta la posibilidad de conseguir una variación del tipo de cambio real. De igual manera, en los países cuya economía está tan dolarizada que la moneda de los Estados Unidos es frecuentemente la unidad de cuenta que se emplea de hecho, la devaluación conducirá rápidamente a una subida de los precios internos, lo que limita de nuevo la eficacia de la devaluación. Es por lo que Argentina decidió adoptar un sistema de caja de conversión.

Los países con un alto grado de dolarización de los activos financieros tienen motivos adicionales para evitar la devaluación. Si los bancos o empresas de un país reciben grandes cantidades de crédito expresado en dólares de los Estados Unidos, la devaluación empeora gravemente la situación de los balances. Incluso si los bancos concedieran el crédito a las empresas nacionales en dólares de los Estados Unidos, manteniendo así en sus libros una correspondencia de los riesgos en moneda, tendrían que soportar un importante riesgo cambiario. La fuerte depreciación de la moneda nacional produciría una gran caída en el ingreso de los clientes del banco expresado en dólares de los Estados Unidos y ello reduciría su capacidad para atender el servicio de la deuda en dólares.

Como quedó demostrado en las crisis monetarias de México en 1994 y de Asia oriental en 1997, si los sistemas bancarios son frágiles y

las posiciones del sector privado en divisas alcanzan fuertes sumas, la situación financiera de los bancos y las empresas corre tanto riesgo tras una devaluación que la actividad económica se ve gravemente perturbada. En consecuencia, la devaluación como opción de política puede acarrear un costo prohibitivo para las economías muy dolarizadas, y pasar a la plena dolarización no significaría perder una herramienta de política importante.

VIII. FUNCIÓN DE PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA Y ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

Si bien la plena dolarización elimina la vulnerabilidad del sistema bancario ante el riesgo de devaluación, no por ello desaparecen todas las causas que pueden provocar una crisis bancaria. Si se produce una crisis de ese tipo, la situación de plena dolarización podría muy bien ser un obstáculo para la función nacional de prestamista de última instancia y, así, la respuesta del banco central ante una situación de urgencia en el sistema financiero.

La función que desempeña el banco central en la ventanilla de descuento para inyectar liquidez a corto plazo tiene que separarse aquí de la función que cumple como garante final de la estabilidad de los sistemas financiero y de pagos en caso de pánico sistémico. La

dolarización no impedirá mucho la capacidad de las autoridades para ofrecer al sistema liquidez a corto plazo o acudir en ayuda de los bancos que atraviesen dificultades. El servicio estará disponible siempre que el banco central (o la institución que le sustituya) aparte con antelación los fondos que hagan falta o negocie quizá líneas de crédito con los bancos internacionales.

En cambio, el gobierno pierde cierta capacidad para reaccionar ante una retirada súbita de depósitos bancarios en el sistema. En caso de pérdida generalizada de confianza, las autoridades no podrían garantizar la totalidad del sistema de pagos ni respaldar completamente los depósitos bancarios. En definitiva, la capacidad de imprimir dinero si hace falta es lo

El país que dolarice su economía cederá toda posibilidad de tener una política monetaria y cambiaria autónoma, comprendido el recurso al crédito del banco central para facilitar liquidez al sistema bancario en situaciones de dificultad.

que permite que un banco central garantice sin fisuras que se satisfará plenamente todo derecho monetario (en moneda nacional) en cualquier circunstancia. Si la capacidad de imprimir dinero desaparece, surgen limitaciones en la función de prestamista de última instancia. Un país con una economía

plenamente dolarizada que ya haya gastado sus reservas en divisas para rescatar la masa de moneda nacional podría muy bien carecer de recursos que le permitan reaccionar.

A. Margen para las cajas de conversión

Las cajas de conversión pueden crear dinero primario únicamente en la medida en que

acumulen reservas, así que están casi tan limitadas como lo estarían las autoridades monetarias de una economía dolarizada. Sin embargo, en casos importantes de un sistema de caja de conversión, las autoridades se conceden un cierto margen de flexibilidad para crear dinero que no está plenamente respaldado, en parte para poder hacer frente a las crisis bancarias. Por ejemplo, en el caso del ataque contra el peso argentino durante la crisis llamada "del efecto tequila" que ocurrió en 1995, las autoridades monetarias argentinas pudieron satisfacer parcialmente que los depósitos en pesos se convirtieran en depósitos en dólares de los Estados Unidos en el extranjero y también en dólares en efectivo.

Reduciendo temporalmente la cobertura en reservas fijada para el dinero primario, pudieron aumentar la entrega de dólares en efectivo y facilitar crédito en dólares de los Estados Unidos a los bancos que los necesitaban para mantenerse a flote. Tras el ataque de 1997 contra el dólar de Hong Kong, la autoridad monetaria de Hong Kong estableció en septiembre de 1998 una ventanilla de descuento que facilitaba liquidez a corto plazo a los bancos de manera más flexible y a menor costo que con un sistema anteriormente en vigor. Se espera que el nuevo sistema reduzca la volatilidad de las tasas de interés internas a corto plazo. Sin embargo, el volumen máximo de redescuento es limitado, y la autoridad monetaria de Hong Kong respalda plenamente con divisas ese redescuento.

Inevitablemente, en un sistema de caja de conversión, el margen de flexibilidad ante

situaciones de pánico bancario es limitado. Es más, incluso sin las restricciones que impone un sistema de caja de conversión, la capacidad de un banco central para encontrar salida a una crisis financiera recurriendo sólo a imprimir más dinero también es limitada. Inyectar liquidez en el sistema bancario para evitar que quiebre puede que sólo conduzca a mayores presiones sobre las reservas de divisas o el tipo de cambio.

IX. CONCLUSIONES

En resumen, las ventajas e inconvenientes principales de la dolarización son:

A. Ventajas

- La dolarización evita las crisis monetarias y de balanza de pagos. Sin moneda nacional no hay posibilidad de una depreciación fuerte, ni de salidas súbitas de capital motivadas por el temor a una devaluación.
- Se obtiene una integración más estrecha con las economías mundial y estadounidense gracias a que los costos de transacción son más bajos y a que se asegura la estabilidad de los precios en dólares de los Estados Unidos.
- Con la dolarización, y al rechazar claramente la posibilidad de un financiamiento inflacionario, los países tienen la oportunidad también de reforzar sus instituciones financieras y de crear condiciones favorables a la inversión, nacional y extranjera.

B. Inconvenientes

- Es probable que los países se muestren reacios a retirar su propia moneda, un símbolo de identidad nacional, para escoger la de otro país. Desde el punto de vista práctico, es casi seguro que habrá resistencia política y que probablemente sea fuerte.
- Desde el punto de vista económico, el derecho a emitir la moneda del país otorga al gobierno unos ingresos de señoreaje, que aparecen como utilidades del banco central y que se transfieren al gobierno. Ese ingreso lo perderían los países que dolaricen y lo recibiría Estados Unidos a menos que consintiera en compartirlo.
- El país que dolarice su economía cederá toda posibilidad de tener una política monetaria y cambiaria autónoma, comprendido el recurso al crédito del banco central para facilitar liquidez al sistema bancario en situaciones de dificultad.

¿Cuál es el resultado neto de las ventajas y los inconvenientes de la dolarización? No deja de ser frustrante que la respuesta sea ambigua. Es inevitable debido a la complejidad del tema y a los escasos conocimientos que se tienen actualmente. Como mínimo, se pueden calcular las ventajas potenciales de contar con tasas de interés más bajas y los inconvenientes de perder el ingreso que produce el señoreaje. Pero muchas de las consideraciones más importantes, como el valor que pueda tener una opción de salida o la protección del presta-

mista de última instancia, no son en la práctica cuantificables.

¿Cuáles son los países que más se beneficiarían con la dolarización? Es evidente que en primer lugar, los que ya estén muy integrados con los Estados Unidos para las relaciones comerciales y financieras. Sin embargo, la mayoría de los países de América Latina son bastante diferentes de los Estados Unidos en cuanto a estructura económica, y es probable que no se beneficiarían mucho con la dolarización, a menos que integraran estrechamente sus mercados, como en la Unión Europea.

Actualmente se debaten las posibilidades de un grupo diferente de candidatos: las economías con mercado emergente expuestas a corrientes de capital volátiles, pero no necesariamente próximas, en sentido económico, a los Estados Unidos. Para este grupo, cuanto más se utilice el dólar de los Estados Unidos en los mercados nacionales financiero y de bienes, menor será la ventaja de mantener una moneda nacional. En una economía que ya esté muy dolarizada, el ingreso que produzca el señoreaje será reducido (y el costo que represente la compra de la masa restante de moneda nacional también será bajo), las posiciones que mantengan bancos y empresas harán que la devaluación sea financieramente arriesgada y el tipo de cambio no servirá como instrumento de política porque los precios “se pegan” al dólar de los Estados Unidos. En estos casos, puede que la dolarización ofrezca más ventajas que inconvenientes.